

酒鬼酒 (000799)

报告日期: 2021 年 12 月 29 日

文化差异化赋能, 内参酒鬼双轮驱动

——酒鬼酒更新点评

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002
✉️ : mali@stocke.com.cn
✍️ : 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001
✉️ : zhangxiaqian@stocke.com.cn

事件

12月26日,以“牛年而立虎年登峰”为主题的酒鬼酒馥郁大会—2021年全国合作伙伴年会在湖南长沙举行。

投资要点

□ 改革集聚内生动力,文化+差异化步履不停

回顾过去四年,公司以内参销售公司成立为转折点,在过去几年实现经营质量高成长:1) 优商成长:客户数量增加,优商战略效果显现;2) 渠道成长:渠道价值显现,核心终端逐步形成。核心终端数量提升233%,门店年周转次数提升93%,门店单店产出10W+;3) 圈层成长:圈层营销强化,忠诚消费群体扩展。圈层营销在持续做;4) 团队成长:团队数量增加,团队价值提升,2021年牛团队持续扩大1500人+。回顾过去一年,2021年作为十四五开局之年,公司在国标香型、产能建设、科技创新、人才储备、经营业绩等方面均取得超预期成绩,为后续发展奠定基础。

展望未来:1) 明年公司将在推动腰部大单品(红坛、传承等)放量、凸显次高端产品价格带、客户数量激增后发展持续性、提升动销、团队管理与建设的加强等方面进行思考改善;2) 2022年公司具体工作将围绕“1349”来展开,以“坚持品牌引领、强化创新驱动、深化厂商共建、完善产能布局”四大战略举措为指引,以“打造基地、突破高地、深度全国化”为主线,加快推进“十四五”战略目标的全面达成。

□ 内参明年有望延续翻番态势,酒鬼酒系列稳健发展

1) 内参:据近期调研显示,在9月1日焕新红后,当前内参省内批价约为830元,全年表现向好稳健,库存保持健康状态。考虑到公司对于内参明年整体方向仍为省内严格实行配额制以控量保价、拓展省外以增厚利润+将继续增加经销商及专卖店数量+明年内参销售口径基础目标24.45亿,冲刺目标30亿,2022年内参有望延续翻番发展态势。

2) 酒鬼系列:当前红坛20/红坛16/传承/紫坛20省内批价约为400/290/245/395元,酒鬼系列中,21Q2红坛已逐步完成新老替代,红坛占比已提升至接近30%,增速最快;透明装、传承紫坛占比分别约为20%、10%左右,预计明年强腰部战略下,红坛将延续高增。另外,主打婚宴场景的内品在低基数下继续延续高增长。

3) 湘泉系列:作为香型入门培育系列,公司将继续提升湘泉品质,在稳量下逐步实现价格的提升,今年湘泉+内品收入占比约15%。

公司开门红可期:公司较早轧账+略控货+开门红打款比例预计30%-35%(内参预计40%左右),目前部分经销商已开始打款,开门红可期。

□ 省外扩张为工作重点之一,全国化进程加速

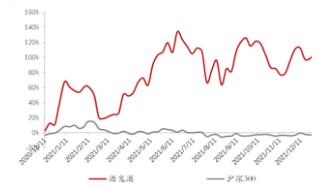
2021年公司工作重点之一为实现省外快速扩张。招商方面,今年公司经销商预计增加600+家,明年或将继续加大招商力度,同时进一步优化经销商结构。市场方面,内参酒占比较大的省内市场进行配额控制,省外重点市场今年预计将实现翻番;酒鬼系列今年实现高增,明年将继续稳健增长。

评级 买入

上次评级 买入
当前价格 ¥216.20

单季度业绩 元/股

4Q/2020 0.49
1Q/2021 0.82
2Q/2021 0.75
3Q/2021 0.65



公司简介

公司是中国白酒行业中文化营销的开创者、文化酒的引领者、洞藏文化酒的首创者、馥郁香型工艺白酒的独创者,公司主营业务为生产、销售洞藏酒、内参酒、酒鬼酒、湘泉酒等系列白酒产品。

相关报告

《酒鬼酒 21Q3 业绩点评:内参酒鬼双轮驱动,全国化进程加速》(20211024)

《酒鬼酒 21H1 业绩点评:内参延续高速,酒鬼弹性显著》(20210826)

《酒鬼酒 21Q1 业绩点评:内参表现优异,迎创新突破年》(20210427)

《酒鬼酒深度报告:双引擎带动高质量发展,酒鬼酒改革红利持续释放》(20210123)

□ “十四五”目标显信心，内参目标翻番保障业绩

目前中粮集团已经将“酒鬼酒”作为集团五个重点发展的品牌之一，同时公司力争突破 30 亿、跨越 50 亿、争取迈向 100 亿的目标彰显信心。考虑到：21 年卡位高端放量价格带上的内参酒有望实现业绩翻番目标；酒鬼酒系列有望分享次高端酒发展红利，实现产品升级、顺价销售；湘泉系列将控量挺价；省内市占率将稳步提升，省外重点市场有望加速横向拓展；《馥郁香型白酒》国家标准正式颁布；产能稳步提升（目前产能 10000 吨左右，生产三区一期工程在建，生产三区二期工程及改扩建生产二区酿酒车间一期工程已通过董事会审批，上述项目完工后将新增 12800 吨产能），我们认为酒鬼酒将继续实现高质量增长。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2021-2023 年公司收入增速分别为 82.8%、42.7%、31.7%；归母净利润增速分别为 101.5%、49.2%、33.8%；EPS 为 3.0、4.5、6.1 元/股；PE 分别为 71、48、36 倍。考虑到公司全年业绩确定性较强，当前估值具有性价比，维持买入评级。

□ **催化剂：**白酒需求恢复超预期；内参动销持续向好。

□ **风险提示：**海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；国缘动销情况不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1826.2	3339.0	4763.5	6272.5
(+/-)	20.8%	82.8%	42.7%	31.7%
归母净利润	491.6	990.4	1478.1	1978.1
(+/-)	64.1%	101.5%	49.2%	33.8%
每股收益(元)	1.5	3.0	4.5	6.1
P/E	142.9	70.9	47.5	35.5

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3590	4191	5641	7763
现金	2154	2079	3088	4608
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	391	627	880	1254
其它应收款	7	19	22	29
预付账款	11	14	14	18
存货	1027	1450	1637	1853
其他	0	1	1	0
非流动资产	747	1169	1437	1499
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	42	44	43	43
固定资产	400	456	524	589
无形资产	195	225	264	283
在建工程	24	339	512	489
其他	86	105	94	95
资产总计	4337	5359	7077	9262
流动负债	1465	1645	2063	2481
短期借款	0	0	0	0
应付款项	158	203	234	270
预收账款	0	297	358	343
其他	1307	1145	1471	1868
非流动负债	15	13	14	14
长期借款	0	0	0	0
其他	15	13	14	14
负债合计	1480	1658	2077	2495
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	2857	3701	5001	6768
负债和股东权益	4337	5359	7077	9262
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	950	395	1477	1779
净利润	492	990	1478	1978
折旧摊销	43	32	38	45
财务费用	(28)	(81)	(34)	(53)
投资损失	2	(9)	(6)	(4)
营运资金变动	488	(64)	186	47
其它	(46)	(475)	(185)	(234)
投资活动现金流	(50)	(403)	(324)	(101)
资本支出	3	(398)	(273)	(82)
长期投资	(3)	20	(13)	2
其他	(50)	(25)	(38)	(20)
筹资活动现金流	(65)	(66)	(145)	(158)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(65)	(66)	(145)	(158)
现金净增加额	836	(74)	1009	1520

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1826	3339	4764	6272
营业成本	386	545	615	696
营业税金及附加	285	522	744	980
营业费用	424	821	1172	1556
管理费用	146	267	357	502
研发费用	11	20	28	37
财务费用	(28)	(81)	(34)	(53)
资产减值损失	0	(8)	(23)	(15)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(2)	9	6	4
其他经营收益	3	2	2	3
营业利润	602	1265	1913	2577
营业外收支	53	55	56	58
利润总额	655	1319	1969	2635
所得税	163	329	491	657
净利润	492	990	1478	1978
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	492	990	1478	1978
EBITDA	665.3	1319.9	1968.5	2621.8
EPS (最新摊薄)	1.5	3.0	4.5	6.1
主要财务比率				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	20.8%	82.8%	42.7%	31.7%
营业利润	50.1%	110.1%	51.2%	34.7%
归属母公司净利润	64.1%	101.5%	49.2%	33.8%
获利能力				
毛利率	78.9%	83.7%	87.1%	88.9%
净利率	26.9%	29.7%	31.0%	31.5%
ROE	18.6%	30.2%	34.0%	33.6%
ROIC	16.4%	26.1%	29.0%	28.6%
偿债能力				
资产负债率	34.1%	30.9%	29.3%	26.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.5	2.7	3.1
速动比率	1.7	1.7	1.9	2.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.8
应收帐款周转率	362.4	416.9	332.3	360.5
应付帐款周转率	2.8	3.0	2.8	2.8
每股指标(元)				
每股收益	1.5	3.0	4.5	6.1
每股经营现金	2.9	1.2	4.5	5.5
每股净资产	8.8	11.4	15.4	20.8
估值比率				
P/E	142.9	70.9	47.5	35.5
P/B	24.6	19.0	14.0	10.4
EV/EBITDA	73.2	51.6	34.1	25.0

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及、或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和、或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>